

WHU Forschungspapier Nr. 116

**Private Equity Controlling –
Beteiligungsmanagement und
–controlling in Private Equity
Gesellschaften**

Oliver Eitelwein

Martina Bender

Oliver Gerstberger

Johannes Messing

Rubin Ritter

Forschungsprojekt Private Equity Controlling

Acknowledgements:

Wir möchten uns bei allen Teilnehmern des Forschungsprojektes Private Equity Controlling für ihre Zeit und Unterstützung bedanken.

Forschungsprojekt Private Equity Controlling

Leitung:

Dipl.-Kffr. Martina Bender (martina.bender@whu.edu)

Dipl.-Wi.-Ing. Oliver Eitelwein (oliver.eitelwein@whu.edu)

Tel: +49 (171) 418 44 22

Institut für Management und Controlling (IMC)

Prof. Dr. Dr. h.c. Jürgen Weber

WHU – Otto Beisheim School of Management

Burgplatz 2, 56179 Vallendar, Germany

www.whu.edu/imc

© 2008 Forschungsprojekt PEC, Institut für Management und Controlling (IMC), WHU – Otto Beisheim School of Management

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne schriftliche Zustimmung der Autoren unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

All rights reserved, including the right of reproduction in whole or in part in any form.

Private Equity Controlling – Beteiligungsmanagement und –controlling in Private Equity-Gesellschaften

Oliver Eitelwein (oliver.eitelwein@whu.edu) ¹

Martina Bender (martina.bender@whu.edu) ¹

Oliver Gerstberger ²

Johannes Messing ²

Rubin Ritter ²

¹ Institut für Management und Controlling (IMC), WHU – Otto Beisheim School of Management, Vallendar

² WHU – Otto Beisheim School of Management, Vallendar

Abstract

Im Gegensatz zu strategischen Investoren betrachten Private Equity-Investoren ihre Investitionen als Kapitalanlagen, die sich „stand alone“ in einem ex-ante festgelegten Anlagehorizont rechnen müssen. Die Gesellschaften sehen sich hierbei als *aktive Investoren* und nehmen während des gesamten Investitionsprozesses Einfluss auf das Management der Portfoliounternehmen. Die Ausgestaltung des Beteiligungscontrollings spielt in diesem Kontext eine wichtige Rolle. Unser Beitrag gibt einen umfassenden, auf 38 Interviews von Private Equity Gesellschaften und Portfoliounternehmen basierenden Einblick in das Geschäftsmodell der Private Equity-Industrie und der Ausgestaltung des Beteiligungscontrollings in diesem Sektor. Insbesondere der den gesamten Beteiligungslebenszyklus umfassende Fokus des Beteiligungscontrollings gibt interessante neue Ansatzpunkte für die Beurteilung und Steuerung von Beteiligungen von Akquise *bis* Exit. In der Untersuchung wird dabei explizit zwischen den Aufgaben des Beteiligungscontrollings und der Wahrnehmung dieser Aufgabe durch die einzelnen Akteure (Trägerschaft des Controllings) unterschieden. Es wird deutlich, dass wichtige Aufgaben im Controlling nicht von "hauptamtlichen" Controllern, sondern von Portfoliounternehmen vom Investment Team selbst oder vom Investment- bzw. Review Committee übernommen werden.

1 Einführung

Die Private Equity-Branche ist aus der Perspektive des Controllings als Rationalitätssicherung der Führung sehr spannend: „*The same managers with the same assets are able, when provided better incentives, to almost double the productivity and value of the enterprise*” (Jensen 1989, S. 44). Private Equity-Gesellschaften scheinen in der Lage zu sein, Könnens- und Wollens-Defizite der Manager besser zu verringern als traditionelle Unternehmensformen. Dies ist umso bedeutender, da die richtige Betreuung eines Portfoliounternehmens in erheblichem Ausmaß den Erfolg einer Transaktion beeinträchtigt. Welche Controllinginstrumente setzen Private Equity-Gesellschaften dazu ein, Rationalitätsdefizite in ihrer Beteiligungsführung zu begrenzen? Die Funktionsweise von Private Equity-Gesellschaften zu kennen, hilft Managern und Controllern zum einen für den Fall, dass ihr Unternehmen selbst Objekt einer Private Equity-Transaktion wird. Zum anderen kann man die Erkenntnisse heranziehen, um das Controlling seiner eigenen M&A-Aktivitäten und/oder um die Steuerung der Beteiligungen zu verbessern.

2 Private Equity-Beteiligungen

Die Private Equity-Branche ist derzeit in aller Munde. Sie macht durch immer größer werdende Übernahmen und steigende Volumina der neu aufgelegten Fonds von sich Reden. Im ersten Halbjahr 2007 wurde die Anzahl der durch Private Equity-Gesellschaften angekündigten Transaktionen im Vergleich zum Vorjahr verdoppelt. Einer der größten Vertreter dieser Branche – Blackstone – sorgte mit seinem Börsengang Anfang Juli 2007 sowie der Pressemitteilung, dass die Gesellschaft die Übernahme eines DAX-Unternehmens im Wert von ca. USD 50 Mrd. vor nicht allzu langer Zeit ernsthaft geprüft habe, für Furore. Erkennbar gewinnt Private Equity als Finanzierungsform stetig an Bedeutung für die Volkswirtschaft.

Seit der Subprime-Krise im zweiten Halbjahr 2007 wird dieses Wachstum jedoch gebremst, denn Banken stellen für die oben beschriebenen „Megadeals“ keine Kredite mehr zur Verfügung. Vielmehr schließen sich mehrere Banken für Kredite unter 1 Mrd. EUR für sogenannte „Club-Deals“ zusammen. Infolge dieser Entwicklung konzentrieren sich die großen Fonds immer mehr auf mittelständische Unternehmen.

Diese Deals wären für die größten Private Equity-Häuser zwar Anfang 2007 nicht vorstellbar gewesen, helfen aber in Zeiten der Finanzkrise, große Summen an nicht investiertem Eigenkapital zumindest in Teilen anzulegen.

2.1 Private Equity – Definition und Abgrenzung

Private Equity ist eine Art der Unternehmensfinanzierung, bei der Unternehmen in unterschiedlichen Phasen ihrer Entwicklung mittel- bis langfristig Risikokapital von spezialisierten Finanzintermediären (Finanzinvestoren) zur Verfügung gestellt wird. Der Begriff „Private Equity“ bezeichnet im Wesentlichen eine Eigenkapitalbeteiligung an nicht börslich notierten Unternehmen und lässt sich am besten mit dem deutschen Begriff des Beteiligungskapitals übersetzen. Anders als bei börsennotierten Unternehmen (Public Equity) sind die Eigenkapitaltitel – von Ausnahmen abgesehen – nicht an einem Aktienmarkt frei handelbar (vgl. u.a. Kraft 2001; Groh 2004).

Private Equity-Gesellschaften nehmen eine *aktive Rolle* bei der Kontrolle und Betreuung ihrer Portfoliounternehmen ein und leisten bei Bedarf Managementunterstützung (vgl. z.B. Bader 1996; Fenn et al. 1997). Zur Realisierung eines Kapitalgewinns besteht von vornherein die Absicht, die Beteiligung wieder zu veräußern. Ein gängiger Zeitraum für eine solche Beteiligung sind drei bis sieben Jahre.

Im Gegensatz hierzu wird *Public Equity* („öffentliches“ Eigenkapital) an öffentlichen Märkten gehandelt. Hinreichend große Unternehmen haben so die Möglichkeit, sich zu geringen Kosten über eine breite Basis an Investoren zu finanzieren. Hierbei handelt es sich in der Regel um „passive“ Investoren, die über ein diversifiziertes Aktienportfolio verfügen und bei keiner der Firmen, an denen sie beteiligt sind, hinreichend Stimmrechte besitzen, aus der sich ein signifikanter Einfluss auf die Entscheidungsfindung im Unternehmen ableiten ließe.

Der *Markt* für Private Equity ist durch relative Illiquidität und hohe Transaktionskosten gekennzeichnet. Als Resultat bündeln Private Equity-Fonds die Finanzkraft vieler Investoren. Sie tätigen Investments, bei denen sie sich nicht mit passiven Minderheitsbeteiligungen zufrieden geben, sondern meist die *Mehrheit der Anteile* an einem Unternehmen erwerben. Damit können sie einen bestimmenden Einfluss auf das Portfoliounternehmen ausüben.

Im Gegensatz zu strategischen Investoren betrachten die *Private Equity-Finanzinvestoren* eine Investition als Kapitalanlage, die sich „stand alone“ rechnen muss. Sie verfolgen im Wesentlichen das Ziel, eine möglichst hohe Rendite bei möglichst geringem Risiko zu erzielen. *Strategische Investoren* verfolgen hingegen auch andere unternehmerische Ziele, die außerhalb der Wertsteigerung des Portfoliounternehmens selbst liegen können. Sie unterscheiden sich teilweise erheblich von reinen Finanzinvestoren, da ihre Investitionsentscheidungen nicht als rein rationale Entscheidungen im Sinne der Portfoliotheorie getroffen werden, sondern strategische und unternehmenspolitische Aspekte mit berücksichtigen. Somit ist ihr Verhalten nur eingeschränkt mit dem von Finanzinvestoren zu vergleichen. *Venture Capital* (Gründungsfinanzierung) ist dabei eine spezifische Form von Private Equity, bei der es sich um eine Finanzinvestition in ein junges oder noch zu gründendes Unternehmen handelt.

2.2 Struktur von Private Equity-Beteiligungen

Wie bereits beschrieben, tritt die Private Equity-Gesellschaft als Intermediär zwischen dem Investor und dem Portfoliunternehmen auf. Zudem besteht eine wichtige Trennung zwischen der Private Equity-Gesellschaft und dem Private Equity-Fonds (vgl. Abb.1). Der schematischen Darstellung dieser Struktur gemäß werden wir die beteiligten Parteien im Folgenden kurz charakterisieren.

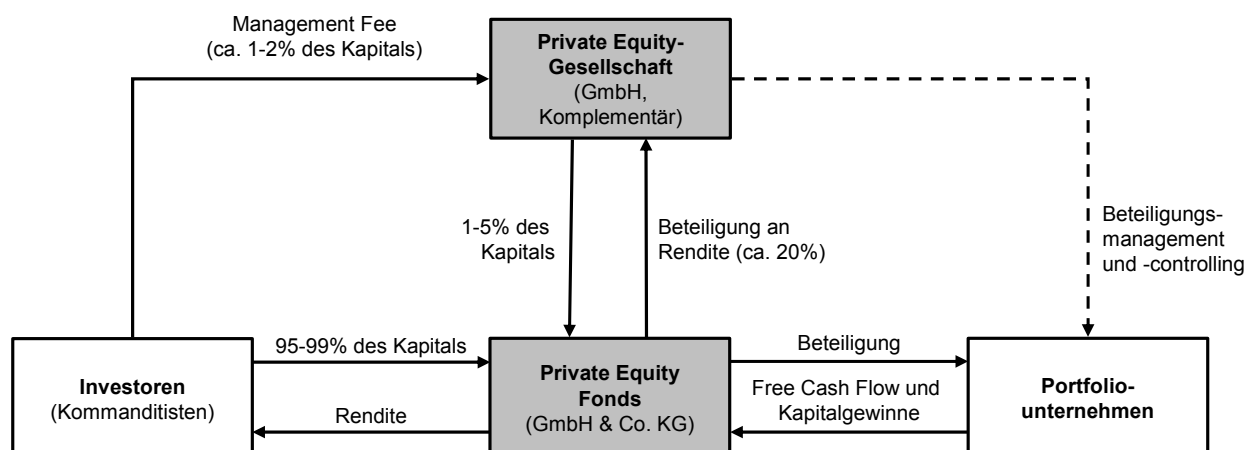


Abb. 1: Struktur einer Private Equity-Beteiligung
(eigene Darstellung in Anlehnung an Bader 1996, S. 156)

2.2.1 Investoren

Bei dem Großteil der Investoren in Private Equity-Fonds handelt es sich um institutionelle Investoren. Insbesondere Pensionsfonds spielen als Investoren eine wichtige Rolle. Im Jahr 2005 stammten 25% des Kapitals für Private Equity-Investoren von Pensionsfonds, gefolgt von Banken (18%) und Versicherungen (11%) (vgl. EVCA 2005). Der deutsche Private Equity-Markt bildet hiervon jedoch eine Ausnahme. Pensionsfonds (5%) und Banken (13%) spielen eine weitaus geringere Rolle, während Privatanleger 18% der Investitionen stellen. Ein erheblicher Teil des Kapitals (19%) wird über so genannte „Funds of Funds“-Gesellschaften investiert (vgl. Private Equity Intelligence Ltd. 2007). Hierbei handelt es sich um einen weiteren Intermediär, der das Geld seiner Investoren auf verschiedene Private Equity-Fonds verteilt.

2.2.2 Private Equity-Fonds und -Gesellschaften

Private Equity-Fonds lassen sich unterteilen in geschlossene und offene Fonds. Bei geschlossenen Fonds ist die Aufnahme nur bis zum Ablauf einer Zeichnungsfrist möglich, während es bei offenen Fonds keine Begrenzung des Fondsvolumens gibt. Eine weitere Unterteilung ergibt sich aus der Unterscheidung von unabhängigen Fonds und so genannten „Captive-Fonds“, die ihr Kapital von einer übergeordneten Gesellschaft erhalten.

Die Aufgabe der *Private Equity-Gesellschaft* ist das Management des von den Investoren in den Private Equity-Fonds eingezahlten Vermögens. Diese Trennung ist nicht nur rechtlicher Natur. Private Equity-Gesellschaften können zur gleichen Zeit oder nacheinander mehrere Fonds verwalten. Private Equity-Gesellschaften und damit die von ihnen geführten Fonds fokussieren sich häufig auf bestimmte Finanzierungsphasen, Unternehmensgrößen und Industrien.

Die *Entlohnung* der Private Equity-Gesellschaft stützt sich auf drei wesentliche Komponenten. Den ersten Bestandteil bildet eine so genannte „Management Fee“ in Höhe von ein bis zwei Prozent auf das eingesetzte Kapital. Hinzu kommt eine erhebliche Gewinnbeteiligung in Höhe von i. d. R. 20% sowie Erträge aus dem vom Management in den Fonds eingebrachten Kapital (vgl. Kraft 2001, S. 41).

Die Wahl der *Rechtsform* orientiert sich grundsätzlich an den Zielen der Steueroptimierung und des Haftungsausschlusses. In den USA wird hierzu i. d. R. die

Rechtsform der Limited Partnerships gewählt (vgl. Kraft 2001, S. 39), während in Deutschland die GmbH & Co. KG überwiegt. Hierbei übernimmt die als GmbH gegründete Managementgesellschaft die Rolle des Komplementärs, während die Investoren als Kommanditisten am Fond beteiligt sind. Diese Konstruktion sorgt für die steuerlich vorteilhafte Stellung des Fonds als Personengesellschaft und schließt gleichzeitig die persönliche Haftung der beteiligten Individuen aus. Eine Trennung von Managementgesellschaft und Fonds findet bei Captive-Fonds in der Regel nicht statt (vgl. Matz 2002, S. 44).

2.2.3 Portfoliounternehmen

Die wichtigste Gemeinsamkeit der Portfoliounternehmen ist die Existenz eines Finanzierungsbedarfs, der durch Fremdkapitalaufnahme oder aus bestehenden Eigenkapitalquellen nicht in optimaler Form zu befriedigen ist. Die Gründe für diesen Bedarf können jedoch vielfältig sein. Unterschieden werden kann hier zwischen solchen Fällen, in denen frisches Kapital in das Unternehmen eingebracht werden soll (wie beispielsweise zur Finanzierung eines Start-up oder eines Wachstumsprojektes) und Fällen, bei denen der Eigentümerwechsel im Vordergrund steht und somit kein neues Kapital in das Unternehmen eingebracht wird (Buyout, Carveout, Going Private etc.). Die Lebensphase des Portfoliounternehmens bestimmt in der Regel dessen Kapitalbedarf und ist somit eine wesentliche Determinante der Rahmenbedingungen der Transaktion.

3 Beteiligungscontrolling bei Private Equity-Investitionen

Was das Geschäftsmodell „Private Equity“ ausmacht, wurde im letzten Abschnitt verdeutlicht. Im Folgenden steht das Beteiligungscontrolling im Private Equity-Kontext im Vordergrund. Dabei werden die spezifischen Aspekte des Private Equity-Controllings herausgearbeitet: Wie betreiben Private Equity-Gesellschaften ihr (Beteiligungs-) Controlling? Welche Felder und Schwerpunkte sind zu beobachten und wie sind diese Aufgaben ausgestaltet?

3.1 Controlling als Rationalitätssicherung der Beteiligungsführung

In der Literatur zum Controlling wurden in den letzten 30 Jahren eine Vielzahl von Konzeptionen, was Controlling ist bzw. was Controlling sein soll, entwickelt.

Während in den 90er Jahren ein weit reichender Konsens hinsichtlich der so genannten „Koordinationsicht“ des Controlling (vgl. Horváth 1978; Küpper et al. 1990) entstand, hat sich in den letzten Jahren eine neue Sichtweise des Controlling als „Rationalitätssicherung der Führung“ herausgebildet (vgl. Weber/Schäffer 1999; 2006). Controlling stellt hierbei eine Führungs- und Managementunterstützungsfunktion dar. Dies schließt die Übernahme von Informations-, Planungs-, Kontroll- und Koordinationsaufgaben mit ein, erweitert die Funktion des Controllings aber auch um die Notwendigkeit eines frühzeitigen Erkennens, Verminderns und Beseitigens von Rationalitätsdefiziten, z. B. des Vermeidens von Fehlentscheidungen durch Manager (vgl. Weber/Schäffer 1999, S. 731ff). Diese spezifische Funktion des Controllings kann nicht nur von Controllern, sondern auch von anderen Aufgabenträgern wie z. B. anderen Abteilungen, Managern oder Beratern erfüllt werden.

Das Konzept der Rationalitätssicherung räumt kognitiven und motivationalen Begrenzungen von Managern eine zentrale Bedeutung ein. Diese sollen durch das Handeln der Controller als Counterpart ausgeglichen bzw. beschränkt werden. Damit soll die Effizienz und Effektivität der Führung erhöht werden (vgl. Weber 2004, S. 47ff). Im Rahmen dieses Ansatzes wird Rationalität als *Zweckrationalität* verstanden, gebunden an ein internes Modell einer Akteurgemeinschaft und bemessen an einer effizienten Mittelverwendung bei gegebenen Zwecken. In aller Regel zielen diese Zwecke auf das Erreichen eines übergeordneten Zwecks. Zweckrationalität bezieht sich damit auf die Effizienz und Effektivität des Handelns der Akteure (vgl. Weber et al. 2001).

Controlling als Rationalitätssicherungsfunktion basiert dabei auf einer *spezifischen Führungsperspektive*. Hierbei vollziehen diese „Führung“ ökonomische Akteure (z.B. Manager), die eigenständige Ziele und bestimmte – individuell begrenzte – kognitive Fähigkeiten besitzen (vgl. Weber/Schäffer 2006, S. 24). Somit können Rationalitätsdefizite durch Wollens- und Könnensbeschränkungen der Manager entstehen (vgl. Bach et al. 2001). Rationalitätssicherung zielt nun auf Handlungen, die die Wahrscheinlichkeit erhöhen, dass die Realisierung der Führungshandlungen den antizipierten Zweck-Mittel-Beziehungen trotz der Rationalitätsdefizite entsprechen (vgl. Weber/Schäffer 2006, S. 24).

Im Kontext des *Beteiligungscontrollings* stellt diese Sicht die Rationalitätssicherung der Beteiligungsführung aus der Perspektive der investierenden Gesellschaft dar. Dies bedingt, dass die Ausprägung des Beteiligungscontrollings vom Kontext und den wahrgenommenen Rationalitätsdefiziten der Beteiligungsführung abhängt (vgl. Schäffer et al. 2005, S. 443). Als Beteiligungsführung werden dabei Führungsaufgaben bezeichnet, die die investierende Gesellschaft zur Ausrichtung des Beteiligungsunternehmens auf die Ziele des Gesamtkonzerns benötigt (vgl. Binder 1994, S. 14).

3.2 Beteiligungsführung und -controlling in Konzernen und Übertragbarkeit der Konzepte auf den Private Equity-Kontext

Vergleicht man die Beziehung zwischen einer Private Equity-Gesellschaft und ihren Portfoliounternehmen mit der Beziehung zwischen den drei üblichen Formen eines Konzerns, dem Stammhauskonzern, der Managementholding und der Finanzholding und ihren Beteiligungen, so sind in verschiedenen Punkten Unterschiede feststellbar. Die bestehenden Konzepte des Beteiligungscontrollings sind daher nur teilweise auf den Private Equity-Kontext übertragbar. Dennoch sollen hier kurz die Konzepte des Beteiligungscontrollings in der Finanz- und der Managementholding dargestellt werden, da diese als Grundlage einer Modellierung des Beteiligungscontrollings in der Private Equity-Gesellschaft dienen.

Die nicht delegierbaren Aufgaben der Beteiligungsführung in der *Finanzholding* sind nach Scheffler die normative, finanzielle, personelle und strategische Beteiligungsführung (vgl. Scheffler 1992, S. 39ff). Diese Aufgaben werden in der *Management-Holding* vor allem um den wichtigen Aspekt der Ausrichtung der *Strategie* des Unternehmens an der Strategie der Muttergesellschaft ergänzt (vgl. Bühner 1993, S. 9)

Konzepte des Beteiligungscontrollings sind bislang noch nicht in allen Punkten eindeutig. Unterschiedliche Ansichten bestehen insbesondere bezüglich der grundlegenden *Sichtweise* des Beteiligungscontrolling als institutioneller (vgl. z. B. Lenhard 1996, S. 313; Peemöller 1997, S. 89), instrumenteller (vgl. Neumann 1997, S. 34) oder funktioneller (vgl. z.B. Kleinschnittger 1993, S. 27f; Hoffjan/Eltzel 1998, S. 147; Vogel 1998, S. 20; Borchers 2000, S. 53) Ansatz. Wird das Beteiligungscontrolling jedoch auf Methoden und Instrumente reduziert, verliert es

seine eigenständige Funktion. Da Controlling eng mit dem Aspekt der Führung verbunden ist, wird im Folgenden der oben beschriebenen breit angelegten Sichtweise des Beteiligungscontrollings als Rationalitätssicherung entlang der gesamten Beteiligungsführung gefolgt.

Unterschiedliche Auffassungen bestehen außerdem hinsichtlich des Wirkungsradius innerhalb des Beteiligungslebenszyklus. Dabei beschränken einige Autoren das Beteiligungscontrolling auf die Beteiligungsphase (vgl. u. a. Steinle et al. 1994, S. 141; Schäffer et al. 2005; Schumacher 2005, S. 103) oder limitieren es projektbezogen auf die Akquisitionsphase (vgl. Wurl 2003, S. 7). Andere vertreten die Meinung, dass das Beteiligungscontrolling den gesamten Beteiligungslebenszyklus umfassen soll (vgl. Weber 1992; Dieckhaus 1993, S. 185; Horváth 1997, S. 64; Weber 1997, S. 72-87). „Eine Verbesserung des Beteiligungserfolges lässt sich mit Hilfe eines Beteiligungscontrollings [...] erreichen, das die Beteiligung als Gesamtprozess über alle Beteiligungslebenszyklusphasen betrachtet.“ (Dieckhaus 1993, S. 185). Dieser Ansatz ist aufgrund der Charakteristik von Private Equity-Investition der adäquate Wirkungsbereich, da hier immer die Gesamtinvestition im Fokus steht (d.h. inkl. Akquisition und Desinvestition). Auffallend ist, dass in der wissenschaftlichen Betrachtung des Beteiligungscontrollings – vor dem Kontext einer im Konzernverbund zeitlich unbegrenzten Haltedauer einer Beteiligung – meist nicht auf die Desinvestitionsphase eingegangen wird. Diese ist bei Private Equity-Investitionen jedoch von zentraler Bedeutung.

3.3 Aufbau der empirischen Untersuchung

Die Studienergebnisse wurden im Rahmen des Forschungsprojektes „Private Equity Controlling“ am Institut für Management und Controlling (IMC) der WHU – Otto Beisheim School of Management gewonnen. Die Untersuchung erfolgte gemäß der Fallstudienmethodik (vgl. Eisenhardt 1989; Yin 2003) auf Basis von semi-strukturierten, leitfadenorientierten Interviews. Im Rahmen des Forschungsprojektes wurden insgesamt 20 *Private Equity-Gesellschaften (PEG)* und 18 *Portfoliounternehmen (PU)* befragt. Bei den 20 interviewten Private Equity-Gesellschaften konnte eine gute Mischung aus kleinen, mittleren und großen Gesellschaften sowie solchen mit nationalem und internationalem Fokus erreicht werden. Der Schwerpunkt der Betrachtung liegt dabei auf solchen Gesellschaften, die

in den Phasen Growth, Buyout und Turnaround investieren, da davon auszugehen ist, dass Early Stage-Finanzierungen anderen Gesetzmäßigkeiten unterworfen sind. Drei Private Equity-Gesellschaften sind so genannte „Captives“, also Gesellschaften, die hauptsächlich die Gelder ihres Mutterkonzerns anlegen. Parallel zu den Interviews mit Vertretern aus Private Equity-Gesellschaften konnten Ansprechpartner aus 18 Portfoliounternehmen gewonnen werden. Bei Neun der 18 Unternehmen handelt es sich um Carveouts (Ausgründungen) aus größeren Konzernen. Die Grundgesamtheit für die Portfoliounternehmen setzt sich aus Portfoliounternehmen zusammen, die sich in die genannten Phasen einordnen lassen und deren Geschäftstätigkeit schwerpunktmäßig im deutschsprachigen Raum stattfindet. Ebenfalls Neun der 18 Portfoliounternehmen gehörten zu den Portfolios der befragten Private Equity Häuser, die Befragungen konnten hier daher dyadisch geführt werden.

Unsere Ansprechpartner in den PEG waren Investment Manager, Beteiligungscontroller, Principals und Partner. Bei den Portfoliounternehmen wurden Geschäftsführer, Controlling-Leiter, CFOs und CEOs befragt.

Da den Ansprechpartnern Vertraulichkeit zugesichert wurde, sind die Private Equity-Gesellschaften und Portfoliounternehmen nur anonymisiert dargestellt.

3.4 Ergebnisse: Aufgaben des Private Equity-Controllings im Kontext des Beteiligungslebenszyklus

Die Aufgaben des Controllings von Beteiligungen sind stets in Abhängigkeit des jeweiligen Kontextes zu sehen. Das ist für das Betrachtungsobjekt Private Equity-Gesellschaft nicht anders. Um die Aufgabenbereiche des Beteiligungscontrollings in einer Private Equity-Gesellschaft herauszuarbeiten, müssen also die spezifischen Charakteristika des Vorgehens und des Geschäftsmodells einer Private Equity-Gesellschaft berücksichtigt werden.

Grundsätzlich ist es in einer Management- und Finanzholding Aufgabe des Beteiligungscontrollings, die Beteiligungsführung zu entlasten, zu ergänzen und – wenn nötig – zu begrenzen. Auch im Private Equity-Kontext ist es die Aufgabe des Beteiligungscontrollings, die Informationsversorgung der Entscheidungsträger sicherzustellen und die einzelnen Entscheidungen kritisch zu hinterfragen.

Hierbei lassen sich Aufgaben auf der *Portfolioebene* und einer *investmentspezifischen Ebene* unterscheiden. Die Aufgaben der Portfolioebene beziehen sich hierbei auf die aggregierte Betrachtung des Gesamtportfolios. Eine weit wichtigere Bedeutung kommt den investmentspezifischen Aufgaben zu, die sich auf die Führung der einzelnen Beteiligungen beziehen. Dies resultiert aus dem spezifischen Geschäftsmodell, das eine Private Equity-Gesellschaft von einem „normalen“ Beteiligungen haltenden Unternehmen insbesondere in drei Aspekten unterscheidet:

- Die Private Equity-Gesellschaft investiert in ein Unternehmen, um dieses nach einer Beteiligungsphase wieder zu veräußern und ein fest definiertes Renditeziel von i. d. R. 25% zu realisieren.
- Die Private Equity-Gesellschaft übt als aktiver Investor Einfluss auf das Portfoliounternehmen aus mit dem Ziel, die angestrebte Rendite zu erzielen.
- Die Definition und Verfolgung von strategischen Portfoliozielen steht nicht im Fokus und wird meist explizit nicht vorgenommen. Jedes Investment muss sich „stand-alone“ rentieren.

Betrachten wir die Konsequenzen dieser Spezifika vor dem Hintergrund der beiden möglichen Formen der Beteiligungsführung eines „normalen“ Unternehmens:

- *Managementholding*: Im Unterschied zu einer Managementholding bestehen in der Private Equity-Gesellschaft keine strategischen Portfolioziele. Somit fallen im Rahmen des Beteiligungscontrollings keine Aufgaben an, die gemeinhin dem strategischen Beteiligungscontrolling einer Managementholding zugeordnet werden. Diese bestünden in der Überprüfung des Fits der Beteiligung bezüglich des Gesamtportfolios der Geschäftsaktivitäten in der Akquisitionsphase sowie in der Einbindung der erworbenen Unternehmen in die strategische Planung der Holding nach dem Erwerb. Ebenso findet keine Integration des Controllings auf Ebene des Portfoliounternehmens in ein beteiligungsübergreifendes Controlling (im Sinne eines Konzerncontrollings) der Private Equity-Gesellschaft statt.
- *Finanzholding*: Im Gegensatz zu einer Finanzholding steht bei einer Private Equity-Gesellschaft nicht die Definition von strategischen Renditezielen auf Ebene der Gesellschaft im Fokus, sondern die Planung und Umsetzung

konkreter Maßnahmen auf Ebene des Portfoliounternehmens, die eine Erreichung des investmentspezifischen Renditeziels gewährleisten sollen. Dadurch rückt die aktive Begleitung des einzelnen Portfoliounternehmens in den Mittelpunkt des Geschäftsmodells der Private Equity-Gesellschaft und somit auch in den Fokus der Betrachtung eines darauf ausgerichteten Beteiligungscontrollings.



Abb. 2: Der Investitionsprozess einer Privat Equity-Gesellschaft (eigene Darstellung)

Damit lassen sich *drei zentrale Aufgaben der Beteiligungsführung* ableiten: (1) die Analyse und Auswahl eines geeigneten Investitionsobjekts und die Erstellung der darauf bezogenen Planung spezifischer Maßnahmen, um die angestrebten Renditeziele zu erreichen, (2) die Entscheidung über und die konkrete Durchführung dieser Maßnahmen in der Beteiligungsphase sowie (3) die Entscheidung über den Zeitpunkt des Exits und die Durchführung der Verkaufsverhandlungen.

Die *Aufgaben des Beteiligungscontrollings* beziehen sich auf die Unterstützung der Planung, das Hinterfragen der Entscheidungen sowie die Kontrolle der Durchführung der beschlossenen Maßnahmen. In Abhängigkeit von den Phasen des Investitionsprozesses hat das Beteiligungscontrolling bestimmte Aktivitäten zu erfüllen, die sich an den zu erfüllenden Aufgaben der Beteiligungsführung ausrichten. Der Private Equity-Investitionsprozess lässt sich dabei grundsätzlich in drei Phasen unterteilen (vgl. Abb. 2). Laut einer Faustformel der Branche bringen Beteiligungsmanager für jede dieser drei Phasen jeweils ein Drittel ihrer Arbeitszeit auf (vgl. Schäfer 2006, S. 118).

3.4.1 Akquisitionsphase

Grundsätzlich lassen sich zwei Akquisitionsprozesse unterscheiden:

- *Akquisition von Kapital:* Bei der Akquisition von Kapital wird meist eine Investmentstrategie für den zukünftigen Fond formuliert, die die Art der vorzunehmenden Investments umreißt. Dieser Bereich der Akquisitionsphase wird im Weiteren nicht weiter beleuchtet.
- *Akquisition von Investitionsprojekten:* Die Anbahnung und Durchführung von Investitionen in Portfoliounternehmen. Auf diesen Teil wird im Folgenden differenziert eingegangen.

Private Equity-Gesellschaften gehen bei der Auswahl der Portfoliounternehmen sehr selektiv vor. Lediglich bei sechs Prozent der potenziellen Beteiligungsprojekte kommt es zu einer Transaktion, für besonders selektive Fonds wird sogar von der Maxime „7 out of 1000“ gesprochen (vgl. Jesch 2004, S. 68). Gleichzeitig kommen die Investoren nicht immer zum Zug, da im Rahmen von sogenannten Bieterverfahren meist mehrere Investoren ein Angebot abgeben. Somit bedarf es einer großen Anzahl potenzieller Projekte, um die gesamten Fondsgelder investieren zu können und gleichzeitig eine hohe Selektivität sicherzustellen. Der so genannte „Deal Flow“ ist daher für die Gesellschaften von hoher Bedeutung. Die Prüfung läuft meist in einem mehrstufigen Verfahren ab:

- *Vorprüfung:* In einer ersten Vorprüfung werden die Erfüllung von Mindestanforderungen wie Mindestumsatz, Mindestrendite, etc. abgefragt sowie eine Einschätzung des Geschäftsplans des Unternehmens anhand einer Reihe von Kennzahlen vorgenommen. Hierbei spielen u. a. Kennzahlen zu Produkt, Markt, Umsatz und Rentabilität eine wichtige Rolle. Auch findet eine erste Einschätzung des Managements der Firma statt (vgl. Matz 2002, S. 38). In dieser ersten Prüfung kommt es in der Regel bereits zu einem Ausschluss von 70% der potenziellen Unternehmen (vgl. Jesch 2004, S. 61).
- *Due Diligence:* In einem zweiten Schritt kommt es zur Durchführung einer detaillierteren Analyse, der so genannten Due Diligence. Dazu wird ein Datenraum eingerichtet, in dem der potentielle Investor Einblick in die Bücher des Unternehmens erhält. Hierbei werden im Wesentlichen die rechtlichen, finanziellen, steuerlichen und unternehmerischen Verhältnisse des Unternehmens im Detail analysiert.

- *Beteiligungsverhandlungen:* Besteht auch nach der eingehenden Prüfung des Unternehmens ein Interesse der Private Equity-Gesellschaft, so beginnen in einem dritten Prozessschritt konkrete Beteiligungsverhandlungen. Hierbei spielt insbesondere die Ermittlung des Kapitalbedarfs sowie die Bewertung des Unternehmens eine entscheidende Rolle. Gängige Methoden zur Ermittlung des Unternehmenswertes sind in diesem Kontext vor allem die Multiplikator-Methode sowie eher vereinzelt die Discounted Cashflow-Methode (vgl. Jesch 2004, S. 71ff). Aus der Bewertung ergibt sich, welchen Gesellschaftsanteil die Private Equity-Gesellschaft durch ihre Kapitalbeteiligung erhalten wird. Ein zweiter wichtiger Verhandlungsbestandteil sind die Kontroll- und Zustimmungsrechte der Private Equity-Gesellschaft sowie diverse Absicherungsklauseln. Ebenfalls werden im Beteiligungsvertrag Anreizsysteme für das Management des Unternehmens festgelegt. Hier spielen u. a. der Schutz vor Verwässerung des Gesellschaftsanteiles bei eventuellen Kapitalerhöhungen durch Vorkaufsrechte sowie Bestimmungen zu einem eventuellen Exit eine Rolle (vgl. hierzu Jesch, S. 70).
- *Akquisition:* Zur Akquisition erstellt die Private Equity-Gesellschaft schließlich auf Grundlage ihrer Prüfungen eine *Investitionshypothese* (Value Creation Plan), der die Ideen und umzusetzenden Maßnahmen zur Wertgenerierung in dem zum Verkauf stehenden Unternehmen festhält (vgl. z.B. Heel/Kehoe 2005).

Die Investitionshypothese ist ein wesentlicher Grundstein für die Ausgestaltung des Beteiligungscontrollings in der nächsten Phase:

„Im Grunde steht die Strategie von Anfang an fest. Wenn wir einsteigen wollen, haben wir die Investitionshypothese und dann wissen wir, was wir machen wollen.“
(PEG)

In den Interviews hat sich gezeigt, dass die Investitionshypothese bis zu drei unterschiedliche, aufeinander aufbauende Funktionen erfüllt. (1) Erstens dient sie als Grundlage der Investitionsentscheidung, (2) zweitens kann sie darüber hinaus einen Handlungsplan für die Realisation der Wertsteigerung in der Beteiligungsphase darstellen, und (3) drittens wird dieser Plan als konkrete Grundlage für einen Plan-Ist-Vergleich für das Beteiligungscontrolling genutzt.

Somit kommt der Investitionshypothese eine gewichtige Rolle im Rahmen des *Beteiligungscontrollings* zu. Im Folgenden werden die drei Funktionen und ihre Bedeutung detaillierter vorgestellt und die Teilaufgaben des Beteiligungscontrollings hierin beleuchtet:

(1) Aufbau der Entscheidungsgrundlage:

Zentraler Gegenstand der Investitionshypothese ist die Fragestellung, ob durch die Investition in das potenzielle Portfoliounternehmen über den für das Investment angestrebten Beteiligungshorizont eine Internal Rate of Return (IRR – interner Zinsfuß) von 20 – 25% realisiert werden kann. Nur wenn sich die Erreichung dieses Zieles plausibel begründen lässt, kommt es zu der Transaktion. *„Jeder muss sich die Wertsteigerung vorstellen können.“ (PEG)*

Hierbei wird jede einzelne Beteiligung losgelöst von den anderen Beteiligungen als „stand alone“ betrachtet. Strategische Portfolioziele, wie beispielsweise die Realisierung von Synergien durch die Verschmelzung oder die Zusammenarbeit verschiedener Portfoliounternehmen, wurden von den befragten Private Equity-Gesellschaften nicht angegeben.

Von strategischen Portfoliozielen sind allerdings strategische Ziele der einzelnen Portfoliounternehmen zu unterscheiden. Im Rahmen einer Buy & Build-Strategie werden durchaus strategische Ziele verfolgt und Synergien erzielt, allerdings nicht auf der Ebene des Fonds sondern auf der Ebene des Portfoliounternehmens.

Aufgaben des Beteiligungscontrollings sind hierbei die Rationalitätssicherung der Investitionsentscheidung durch die kritische Hinterfragung der zugrunde liegenden Annahmen, das Einfordern einer angemessenen Abwägung von Renditepotenzial und Risiko sowie die Überprüfung der Konsistenz der durchgeführten Modellrechnung.

(2) Erarbeiten des Businessplans:

17 der 20 befragten Gesellschaften gab an, dass die Investitionshypothese über die bloße Investitionsentscheidung hinaus die Funktion habe, konkrete Maßnahmen zur Erreichung der Wertsteigerung im Unternehmen in Form eines Handlungsplans zu konkretisieren. Unter diesen 17 Gesellschaften bestehen jedoch nennenswerte Unterschiede in Bezug auf die Präzisierung dieses Plans. Einige Private Equity-Gesellschaften betrachten den Businessplan als festes Ziel und definieren zur Zielerreichung konkrete Maßnahmen: *„Wir haben eine sehr genaue Vorstellung*

darüber [...], an welchen Schrauben wir drehen, damit unser Businessplan, der einigermaßen in Stein gemeißelt ist, auch realisiert wird.“ (PEG) Die meisten Gesellschaften verstehen die Investitionshypothese jedoch als allgemeineren Handlungsplan: *„Von der Investitionshypothese weicht man natürlich im Laufe des Beteiligungsprozesses mal nach oben und mal nach unten ab, aber man versucht natürlich, diese Bandbreite hinzubekommen und zu sagen, das ist die Bandbreite, in der wir uns bewegen wollen, und da wollen wir hin.“ (PEG)*

Aufgabe des Beteiligungscontrollings in diesem Teilabschnitt ist die Unterstützung dieser Planung. Bestandteile sind die Bereitstellung von Markt- und Unternehmensdaten, die Prüfung der Konsistenz der Planung, das Prüfen und Hinterfragen der verwendeten Planungsinstrumente sowie die Koordination der beteiligten Akteure. Die Auswahl und Incentivierung des Managements gilt als einer der wichtigsten Erfolgsfaktoren eines Private Equity-Investments: *„Ein gutes Management macht ein schlechtes Unternehmen zur Perle.“ (PEG)* Die hierzu notwendigen Aktivitäten werden fast ausschließlich im Rahmen der Investitionshypothese und mit hoher Priorität behandelt – Korrekturen zu einem späteren Zeitpunkt sind in diesem Kontext mit besonderen Schwierigkeiten verbunden.

(3) Erstellen einer konkreten Abgleichungsgrundlage:

Schließlich nutzt eine große Mehrheit der Gesellschaften die Investitionshypothese auch als konkrete Grundlage für den Abgleich von Plan und Ist in der Beteiligungsphase: Nur eine Gesellschaft gab an, die Investitionshypothese nicht als Vergleichsgrundlage heranzuziehen, in fünf Gesprächen wurden hierzu keine konkreten Angaben gemacht. Somit bildet die Investitionshypothese die konkrete Basis des Controllings in der Beteiligungsphase. Sie muss hierzu konkrete, quantifizierbare und auch messbare Ziele enthalten. *„Alles, was man nicht quantifiziert, wird sowieso nichts.“ (PEG)*

Das Controlling hat hier die Aufgabe der Konkretisierung des Plans zu einer Grundlage des Beteiligungscontrollings; hierzu müssen die definierten Maßnahmen mit realistischen, quantifizierbaren und messbaren Zielen hinterlegt werden.

3.4.2 Beteiligungsphase

Ist eine Beteiligung an einem Portfoliounternehmen erfolgt, so nimmt die Private Equity-Gesellschaft in der Regel die Rolle eines *aktiven Investors* ein. Zwei wesentliche Aspekte können dabei unterschieden werden: Kontrolle und Beratung (vgl. z.B. Jesch 2004, S. 59). Wesentliches Ziel der *Kontrolle* ist eine Reduktion des Ausfallrisikos. Die Beratungsfunktion bezieht sich in den meisten Fällen zumindest auf Fragen der Finanzierung. Sie kann jedoch – in Abhängigkeit des Kontextes des Portfoliounternehmens und/oder der Fähigkeiten des Private Equity-Fonds – auch deutlich weitere unternehmerische Fragen umfassen. Trotz der herausragenden Bedeutung des Managements findet in der Beteiligungsphase meist kein formalisiertes und explizites Controlling der Motivation, Fähigkeiten oder Incentivierungsstruktur des Managements statt. Die meisten Gesellschaften sehen im laufenden Prozess die regelmäßige Interaktion als ausreichende Informationsquelle für die Einschätzung des Managements.

Private Equity-Gesellschaften investieren in Unternehmen, bei denen die vorhandene strategische Ausrichtung überzeugt, ebenso wie in Unternehmen, die mit dem Ziel übernommen werden, wesentliche Veränderungen in der Strategie vorzunehmen. Findet eine Veränderung der Strategie statt, ist der Einfluss, den die Private Equity-Gesellschaft auf die Veränderung nimmt, unterschiedlich ausgeprägt. Während manche Gesellschaften direkten Einfluss nehmen und häufig dezidierte Industrieexperten in die Investment-Teams integrieren, üben andere nur indirekten Einfluss über das eingesetzte Management aus. Obgleich vielfach die Meinung vertreten wird, dass die Strategie im Wesentlichen Aufgabe des Managements sei, gaben doch alle Gesellschaften an, sich aktiv an dem Strategieprozess zu beteiligen. „*Das Management ist sicherlich im Wesentlichen für strategische Themen verantwortlich. Wir diskutieren mit und achten darauf, dass die wichtigen Themen auch auf der Tagesordnung bleiben, und wenn wir auf neue Themen stoßen, dann werden wir die auch aktiv diskutieren. Die eigentliche Beschäftigung und die Erarbeitung der Strategie liegt aber in der Hand des Managements [...].*“ (PEG)

Private Equity-Investoren finanzieren ihre Käufe meist mit sehr hohen *Fremdkapitalanteilen* (bis zu 85%). Die daraus resultierenden Zins- und Tilgungslasten werden meist auf das Portfoliounternehmen übertragen, das diese dann aus den laufenden Cashflows begleichen muss. Die Hinterfragung und

Anpassung des Finanzcontrollings spielt daher eine besonders wichtige Rolle, um ausreichende und gleichmäßige Cashflows zu garantieren. Hierbei greift die Private Equity-Gesellschaft oftmals direkt ein: *„Ja, das müssen wir schon selbst machen. Das geht in der Regel auch durch vier bis fünf Iterationsschleifen, bis das so ist, wie wir das erwarten.“* *„Wenn in einem Monat der Cashflow nicht stimmt, we will find out und dann ist sofort eine Erklärung nötig.“* (PEG)

In der *Anfangsphase der Beteiligung* ist die Kontroll- und Beratungstätigkeit meist sehr ausgeprägt. Diese Phase wird häufig als 100-Tage-Phase oder 100-Tage-Plan bezeichnet. In ihr werden die Beziehung zum neuen Portfoliounternehmen aufgebaut, die in der Akquisitionsphase entwickelte Investitionshypothese mit dem Management des Portfoliounternehmens zusammen validiert und erste wichtige Weichen gestellt. Die Mehrheit der Interviewpartner gab an, in den ersten Monaten die Grundlage für eine erfolgreiche Beteiligung zu legen. *„Ist das Investment erfolgt, kommt es darauf an, das erworbene Unternehmen möglichst schnell auf Kurs zu bringen.“* (PEG). Einige Gesellschaften sprechen explizit von einem „100-Tage-Plan“: *„Am Anfang stellt man die Weichen. Und da gibt es einen 100-Tage-Plan, wo wir im Detail hingehen und überlegen, was machen wir wie anders und wie setzen wir das auf. Das ist eine sehr intensive Phase. [...] Dann gibt es die Portfoliophase, und dann gibt es irgendwann die Exitphase.“* (PEG) Allerdings wird der genaue Zeitrahmen dafür von den meisten Gesellschaften eher offen gehalten.

Inhaltlich wurden zwei wesentliche Aktivitäten der Anfangsphase einer Beteiligung immer wieder genannt: (1) der Aufbau der Infrastruktur für die künftige Interaktion zwischen Private Equity-Gesellschaft und Portfoliounternehmen und das Beteiligungscontrolling sowie (2) die Initiierung erster wichtiger Maßnahmen und Projekte.

(1) Aufbau der Interaktionsinfrastruktur

Der *Aufbau der Infrastruktur* besteht vor allem in der Neubesetzung des Beirats bzw. eines vergleichbaren Kontrollorgans, damit hier weitere Entscheidungen in der Beteiligungsphase getroffen werden können. Zudem wird das Berichtswesen aufgesetzt, das die Grundlage des Beteiligungscontrollings bildet. Der Beirat und somit auch die Private Equity-Gesellschaft erhalten meist recht umfassende Berichte, auf deren Basis Diskussionen stattfinden und Entscheidungen getroffen werden. Im

Rahmen des Aufbaus des Berichtswesens muss vereinzelt das Controlling des Portfoliounternehmens analysiert, punktuell verbessert oder überhaupt ganz neu aufgebaut werden.

(2) Initiierung von Maßnahmen und Projekten

Zweiter Schwerpunkt der Arbeit in der Anfangsphase ist die *Initiierung wichtiger Maßnahmen und Projekte*. Je früher beispielsweise die Liquidität beeinflussende Maßnahmen realisiert werden können, desto schneller kann die Private Equity-Gesellschaft Kredite tilgen oder das investierte Kapital durch Sonderdividenden verringern und somit ihren IRR positiv beeinflussen. Hier zahlt es sich aus, dass das Unternehmen bereits in der Akquisitionsphase im Detail analysiert wurde und in der Regel bereits erste Maßnahmen definiert wurden. Gerade in der Anfangsphase ist die Priorisierung auf die wichtigsten Maßnahmen besonders wichtig. Relevanz und Impact gehen vor Vollständigkeit: *„In den ersten Monaten sind wir in der Regel so damit beschäftigt, ein gutes Managementteam und das Reporting aufzubauen und aus den Workshops die wichtigsten Themen zu identifizieren und diese anzugehen, dass wir für nachrangige Kennzahlen gar keine Aufmerksamkeit haben. Man sollte ein Unternehmen auch nicht überfrachten.“ (PEG)*

Die Aufgaben des Beteiligungscontrollings leiten sich wiederum von den Führungsaufgaben in der Anfangsphase der Beteiligung ab. Im Rahmen der *Etablierung der Infrastruktur* wurden folgende Aufgaben des Beteiligungscontrollings genannt (meist mit dem Ziel des Aufbaus eines Standard-Reportings für die Private Equity-Gesellschaft):

- Analyse der bestehenden Controllingsysteme und des Berichtswesens im Unternehmen: hierbei wird insbesondere geprüft, ob diese als verlässliche Datenquelle für ein Beteiligungscontrolling dienen können.
- Festlegung von Zuständigkeiten für die Erstellung der Berichte.
- Etablierung einer Datenschnittstelle für die Übermittlung der Berichte.
- Erstellung von (Format-)Vorlagen zur einheitlichen Wiedergabe und Analyse der Berichte.

Im Rahmen des zweiten wichtigen Schwerpunkts, der *Initiierung von wichtigen Projekten sowie der Durchführung von Sofortmaßnahmen*, lassen sich folgende Aufgaben des Beteiligungscontrollings identifizieren:

- Durchführungskontrolle der Initiierung wichtiger Projekte: hierbei sollte insbesondere überprüft werden, ob die Projekte hinreichend im Unternehmen verankert sind.
- Ergebniskontrolle der Sofortmaßnahmen: insbesondere bei dringlichen Maßnahmen, wie bspw. der Generierung liquider Mittel durch operative Maßnahmen im Falle eines Turnarounds, sollte bereits nach kurzer Zeit nachgehalten werden, ob die erwünschten Effekte erzielt wurden. Wenn dieses nicht der Fall ist, müssen ggf. weitere Maßnahmen beschlossen werden.

In der *Hauptphase der Beteiligung* wird im Rahmen der Interaktion im Beirat bzw. im Kontrollorgan die Geschäftsentwicklung auf Basis des monatlichen Berichts diskutiert. Eine wesentliche Aufgabe des Beteiligungscontrollings besteht in der eigentlichen Kontrolle des Fortgangs der Beteiligung. *„Eine solche Kontrolle läuft eigentlich permanent, indem wir den Ist-Zustand mit der Investmenthypothese abgleichen.“* (PEG) Es findet ein Abgleich der in der Investitionshypothese geplanten Entwicklung und der tatsächlichen Entwicklung statt:

- Durchführungskontrolle: Werden die beschlossenen Maßnahmen durchgeführt und die angestrebten Ziele im Sinne der Investitionshypothese erreicht? *„Wir bekommen regelmäßige Updates, und wenn es sich um ein regelmäßiges Projekt handelt, dann interessieren wir uns schon dafür, dass der zuständige Manager das darstellt und wir besprechen dann, welche sinnvollen Milestones es geben kann. Hier ist es uns schon wichtig, ‚in the loop‘ zu sein, gerade um auch abschätzen zu können, wann Folgeentscheidungen notwendig sind.“* (PEG)
- Begleitung insbesondere der Mittelfrist- und Budgetplanung des Portfoliounternehmens: *„Ein Horizont von fünf bis sieben Jahren ist uns zu lang. Interessant für uns ist die Planung im Rahmen des Budgetprozesses, also die Mittelfristplanung für die nächsten zwei Jahre.“* (PEG)

- Prämissenkontrolle: Haben sich die der Investitionshypothese zugrunde liegenden Prämissen geändert? Muss daher die Planung angepasst werden?
- Strategische Überwachung: Haben sich die strategischen Rahmenbedingungen geändert? Muss daher die Strategie angepasst werden? *„Wir machen das im Abstand von zwei Jahren, wir nennen das ein fresh look Programm. Nach zwei Jahren werden noch mal die Dinge überprüft, die wir uns ursprünglich zum Ziel gesetzt haben. [...] Das ist praktisch eine neue Buy-Entscheidung für uns.“ (PEG)*

Ein ganz spezifisches Ereignis im Fortgang einer Beteiligung ist schließlich der Exit. Sein Timing betrifft eine weitere wesentliche Aufgabe des Beteiligungscontrollings: Analysen mit dem Ziel, den richtigen Zeitpunkt für den Verkauf des Unternehmens zu erkennen.

3.4.3 Exit

Wie bereits erwähnt, ist es eines der definitorischen Merkmale einer Private Equity-Investition, dass von Anfang an die Absicht besteht, die Investition in absehbarer Zeit wieder zu veräußern. Da die Rendite einer Private Equity-Investition auf der Wertsteigerung des erworbenen Unternehmens basiert und diese erst mit dem endgültigen Verkauf realisiert wird, kommt dieser Phase eine große Bedeutung zu. Der Erfolg einer Investition hängt somit nicht nur vom wirtschaftlichen Erfolg des Portfoliounternehmens, sondern auch in erheblichem Maße von den die Transaktion beeinflussenden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zum Veräußerungszeitpunkt ab. Die Veräußerung über die Börse („Going Public“), die Veräußerung an einen strategischen Investor („Trade Sale“), der Verkauf an einen anderen Finanzinvestor („Secondary Purchase“) sowie der Rückverkauf an die Mitgesellschafter („Buy Back“) stellen die wichtigsten Desinvestitionsstrategien dar. Im Fall eines Misserfolges muss unter Umständen sogar eine Liquidation oder Abschreibung des Unternehmens vorgenommen werden.

In dieser Phase liegt die erste wichtige Aufgabe des Beteiligungscontrollings in der *Ergebniskontrolle* nach dem erfolgten Verkauf des Investments. Hierbei steht die Errechnung des tatsächlichen finanziellen Beteiligungserfolgs (z.B. über das Cash Multiple) im Fokus. *„Nach dem Investment gleichen wir vor allem unsere Kasse ab. Dann noch mal alle strategischen Aspekte abzugleichen, ist relativ müßig. Was haben*

wir falsch gemacht, und was haben wir gut gemacht und was kann man lernen, das überlegen wir uns schon. Natürlich errechnen wir, was war die Rentabilität, und was war unser Ziel?“ (PEG) Das „Cash-Multiple“ oder auch „Cash on Cash-Multiple“ wird dabei errechnet als der Zufluss an liquiden Mitteln aus der Beteiligung an den Fonds (durch Ausschüttung und / oder Verkauf) geteilt durch die ursprünglich vom Fonds investierte Summe. Im Gegensatz zum internen Zinsfuß (IRR – Internal Rate of Return) ist das Cash-Multiple nicht von der Investitionsdauer abhängig.

Mit der *Begleitung des Lernprozesses* wurde noch eine weitere Kernaufgabe genannt: Es muss sichergestellt werden, dass eine gezielte Aufarbeitung der abgeschlossenen Beteiligung mit dem Ziel des Erkenntnisgewinns und des „Feed Forward“ erfolgt. Insgesamt haben wir in den Private Equity-Gesellschaften jedoch kaum formalisierte Strukturen vorgefunden, die ein systematisches Lernen ermöglichen oder fördern sollen. Die Gewichtung dieser Aufgabe war zudem sehr unterschiedlich in den einzelnen Gesellschaften: Eine Gruppe von Private Equity-Gesellschaften verzichtet gänzlich auf einen bewussten Lernprozess nach Abschluss der Beteiligung mit der Begründung, dass dann ein Eingreifen ohnehin nicht mehr möglich sei: *„Wir freuen uns, wenn wir Geld verdient haben, und dann geht es vorwärts.“* / *„Water under the bridge!“*. Eine zweite Gruppe betreibt einen informellen Lernprozess. Dieser Gruppe lässt sich die Mehrheit der interviewten Gesellschaften zuordnen. Auch hier findet ein wesentlicher Teil des Lernens bereits während der Beteiligungsphase statt. Nach Abschluss des Investments beschäftigen sich die beteiligten Mitarbeiter individuell mit den Ergebnissen und leiten Erkenntnisse daraus ab. Eine dritte Gruppe, der sich nur drei der befragten 20 Private Equity-Gesellschaften zuordnen lassen, gab an, einen teilweise formalisierten Prozess zu betreiben, an dem ein größerer Teil der Private Equity-Gesellschaft beteiligt ist. In einem Fall stellt das an der Transaktion beteiligte Team eine kurze Präsentation zusammen und präsentiert diese dem gesamten Team. In einem zweiten Fall wurden ausgewählte Investments im Rahmen von halbjährlichen Treffen des gesamten Europeams des Fonds präsentiert. Dieses fand jedoch schon während der Beteiligungsphase statt.

In keiner der befragten Gesellschaften bestand ein vollständig formalisierter Lernprozess. Allerdings wurde der Eindruck vermittelt, dass die geringe Teamgröße und die geringe Fluktuationsrate der Mitarbeiter aufgrund der langfristig orientierten Anreizstrukturen einen informellen und dennoch effektiven Lernprozess zulassen.

Insbesondere sind die Partner, die oft über lange Zeit in ihrem Unternehmen arbeiten und eine Vielzahl von Beteiligungen über die gesamte Beteiligungsdauer verfolgen, für die Gesellschaften sehr wertvolle Wissensträger. Zudem betonten alle Befragten die Wichtigkeit des permanenten Lernens während der Beteiligungsphase, das im Rahmen des ständigen Hinterfragens implizit stattfindet.

3.5 Berichtswesen an die Investoren

Während das Risikocontrolling primär auf einzelne Investments gerichtet ist, betrifft eine weitere Aufgabe des Beteiligungscontrollings, das Berichtswesen, alle Investments einer Private Equity-Gesellschaft. Es ist damit v.a. dem Portfoliocontrolling zuzuordnen. Wie die Interviews zeigten, ist das Berichtswesen über die Gesellschaften hinweg relativ ähnlich aufgebaut. Basis hierfür sind Standards, die von der „European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA)“ festgelegt werden.

Die EVCA hat so genannte „Reporting Guidelines“ entwickelt mit dem Ziel, den Investoren durch regelmäßige Berichte Informationen zur Verfügung zu stellen, mit denen sie sich ein Bild über die gegenwärtigen Aktivitäten der Private Equity-Gesellschaften machen können. Dieses ist insbesondere für institutionelle Investoren relevant, da diese ihre Beteiligungen an den Fonds im Rahmen ihres eigenen Berichtswesens bewerten müssen: „Because of the inadequacy of the statutory accounts, investors require further information in order to evaluate the performance of their investment and to provide for their own reporting requirements.“ (EVCA 2003, S. 114). Darüber hinaus gibt sich hierdurch für die Investoren die Möglichkeit, die Aktivitäten der Private Equity-Gesellschaft zu hinterfragen, wenngleich ihnen ein direkter Eingriff in die Steuerung der Beteiligungen nicht möglich ist.

Gemäß der EVCA Reporting Guidelines werden die Berichte halbjährlich oder quartalsweise erstellt. Neben einem qualitativen Teil („Executive Summary“) über die Entwicklung des Private Equity-Marktes sowie die Positionierung des Fonds wird die Mittelverwendung in einer Übersicht dargestellt. Aus dieser geht hervor, welche Beteiligungen zu welchem Zeitpunkt und mit welchen Mitteln eingegangen wurden. Aus der aktuellen Bewertung des gesamten Fondsvermögens wird ein (theoretischer) IRR berechnet. Die aggregierte Bewertung leitet sich aus der regelmäßig durchgeführten Bewertung der einzelnen Investments ab.

Neben der aggregierten Bewertung werden die einzelnen Investments in einem kurzen Steckbrief vorgestellt. Hierbei werden in der Regel die GuV, die Bilanz und eine Cashflow-Rechnung sowie ggf. unternehmensspezifische KPIs abgebildet. Hinzu kommen stichpunktartige qualitative Kommentare zur Entwicklung des Portfoliounternehmens sowie wesentliche Annahmen, die zur Bewertung des Investments getroffen wurden.

In den Gesprächen wurden den Interviewern teilweise solche Berichte an die Investoren vorgelegt, die unabhängig von der Private Equity-Gesellschaft mit sehr ähnlichen, von der EVCA empfohlenen Inhalten erstellt werden. Diese Empfehlungen haben somit einen impliziten Normcharakter in der Branche.

3.6 Träger des Beteiligungscontrollings

Konzeptionell ist zwischen der Funktion Controlling und den Trägern dieser Funktion sorgfältig zu unterscheiden. In der Praxis wird der Unterschied kaum sauber vollzogen. Ein Teil der Definitionsprobleme des Controllings ist hierauf zurückzuführen.

Eine klare Trennung zwischen Funktion und Trägern der Funktion ist auch beim Private Equity-Controlling erforderlich. Die zuvor näher beschriebenen Aufgaben des Beteiligungscontrollings können in einer Private Equity-Gesellschaft nicht nur von Controllern wahrgenommen werden. Das Gegenteil ist zu vermuten. Private Equity-Gesellschaften sind in der Regel relativ klein, so dass eine aufgabenbezogene Spezialisierung nur eingeschränkt möglich ist. Zudem lässt es der spezielle Inhalt der Geschäftstätigkeit einer Fondsgesellschaft und ihrer Organisation erwarten, dass ein großer Teil der Rationalitätssicherung von den Fonds-Managern selbst durchgeführt wird: Zum einen besteht die Kernaufgabe darin, sehr kritisch die Geschäftschancen von Investments zu hinterfragen. Rationalitätssicherung ist quasi der Geschäftsmodus. Zum anderen arbeiten Fonds-Manager zumeist in Teams zusammen, die individuelle Könnens- und Wollensdefizite der einzelnen Manager ausgleichen helfen.

Die verschiedenen Träger des Beteiligungscontrollings müssen wiederum nach der jeweiligen Phase des Investitionsprozesses unterschieden werden:

(1) Akquisitionsphase

Wesentlicher Träger der identifizierten Aufgaben des Beteiligungscontrollings in der Akquisitionsphase ist das Investment Team. Im Rahmen der Erstellung der Investitionshypothese wird zudem verstärkt auf externe Berater zurückgegriffen. Insbesondere zur Gewinnung einer zweiten Einschätzung in Bezug auf spezifische Fragen zum Marktumfeld werden Branchenexperten als Berater hinzugezogen. Die Legal Due Diligence wird regelmäßig von Anwaltskanzleien durchgeführt. Bei großen Portfoliounternehmen werden auch die Commercial Due Diligence und die Financial Due Diligence häufig von Unternehmensberatern und Wirtschaftsprüfern durchgeführt. Im Zuge der letztlichen Entscheidung über ein Investment wird die Investmenthypothese in mehreren Sitzungen vom Investment Committee sehr kritisch hinterfragt. *„Wir sind da sehr sorgfältig im Business-Plan. Es ist sehr wichtig für unser Committee, dass wir das alles verstehen und die einzelnen Zahlen auch hinterlegen können.“ (PEG)* Es ist hervorzuheben, dass der Beteiligungscontroller nur in zwei der interviewten Gesellschaften (in geringem Umfang) aktiv an der Erstellung der Investitionshypothese teilnimmt.

(2) Beteiligungsphase

Die Aufgaben des Beteiligungscontrollings der frühen Beteiligungsphase, wie der Aufbau des Berichtwesens sowie die Initiierung von wichtigen Projekten sowie die Durchführung von Sofortmaßnahmen, werden im Regelfall durch das Investment Team durchgeführt. Als wesentlicher Vorteil wird gesehen, dass das Investment Team das Portfoliounternehmen sowie das Management bereits aus der Akquisitionsphase kennt und zudem der Berichtsadressat sein wird.

In der Hauptphase der Beteiligung wird die Aufgabe der Sicherstellung der Regelmäßigkeit und Plausibilität der Berichte sowie deren Weiterentwicklung meist von den Adressaten, dem Investment Team und den Vertretern des Beirats wahrgenommen. Die zweite wesentliche Aufgabe der eigentlichen Kontrolle des Fortganges der Beteiligung wird vom Investment Team und den externen Mitgliedern des Beirats durchgeführt. Als dritte wesentliche Aufgabe wurde die Durchführung von Analysen zur Feststellung des richtigen Exit-Zeitpunktes sowie das Hinterfragen der Exit-Entscheidung formuliert. Diese Aufgaben werden in allen befragten Gesellschaften durch das Investment Team (insbesondere den beteiligten Partner) sowie das Review Committee im Rahmen eines gemeinsamen Diskussionsprozesses

wahrgenommen. Beteiligungscontroller beteiligen sich lediglich in einigen Fällen durch die Bereitstellung des benötigten Datenmaterials.

(3) Exit

Die Ergebniskontrolle nach dem erfolgten Verkauf des Investments wird in der Regel informell durch das Investment Team und formell durch den Beteiligungscontroller im Rahmen der Berichterstattung an die Investoren übernommen. Die Lernaktivitäten sind wie bereits beschrieben in der Regel nicht formalisiert und werden von dem Investment Team selbst wahrgenommen. In keiner der befragten Gesellschaften wurden in diesem Zusammenhang Aufgaben durch den Beteiligungscontroller durchgeführt.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass hauptamtliche Controller bislang noch recht selten in Private Equity-Gesellschaften anzutreffen sind. Dies wird umso mehr dann gelten, wenn die Private Equity-Gesellschaft ihren Sitz und/oder ihre Wurzeln im anglo-amerikanischen Wirtschaftsraum hat. Controlling ist dort deutlich stärker zahlenorientiert und weniger breit aufgestellt. Falls Controller in Private Equity-Gesellschaften vertreten sind, legen sie ihren Aufgabenschwerpunkt stark in den Bereich der Informationsbereitstellung und sind insbesondere in der Beteiligungsphase aktiv.

4 Zusammenfassung

Private Equity-Investoren betrachten ihre Investitionen – im Gegensatz zu strategischen Investoren – als Kapitalanlagen, die sich „stand alone“ in einem ex-ante festgelegten Anlagehorizont rechnen müssen. Die Gesellschaften sehen sich hierbei als aktive Investoren und nehmen während des gesamten Investitionsprozesses Einfluss auf das Management der Portfoliounternehmen. Die Ausgestaltung des Beteiligungscontrollings in den Private Equity-Gesellschaften spielt in diesem Kontext eine wichtige Rolle.

Kernaufgaben des Beteiligungscontrollings sind hierbei die Unterstützung der Planung, das Hinterfragen der Entscheidungen sowie die Kontrolle der Durchführung der beschlossenen Maßnahmen.

Die Aufgaben fallen dabei insbesondere in Abhängigkeit der Phasen des Investitionsprozesses an: In der *Akquisitionsphase* steht die Formulierung der Investitionshypothese im Vordergrund. Die Aufgaben des Beteiligungscontrollings liegen im Einfordern von angemessenen Renditepotentialen, der Überprüfung von Modellprämissen und Risiken sowie der Auswahl, Bewertung und Incentivierung des Managements. In der *Beteiligungsphase* kommt der Private Equity-Gesellschaft die Rolle eines aktiven Investors zu, der kontrolliert und berät. Dabei bezieht sich die Beratungsfunktion zumeist auf Finanzierungsfragen, die aber häufig, in Abhängigkeit des Geschäftsmodells der Gesellschaft, auch auf weitere unternehmerische Fragestellungen ausgeweitet wird. In der frühen Beteiligungsphase oder der „100-Tage-Phase“ stehen zwei Aktivitäten im Vordergrund: Der Aufbau der Interaktionsinfrastruktur sowie die Initiierung von Maßnahmen und Projekten. Die Aufgaben des Beteiligungscontrollings umfassen Tätigkeiten wie den Aufbau des Berichtswesens, die Analyse und Weiterentwicklung des bestehenden Controllingsystems oder aber Durchführungskontrollen der Initiierung wichtiger Projekte sowie Ergebniskontrollen der Sofortmaßnahmen. Letztlich geht es in der Hauptphase der Beteiligung permanent um den Abgleich der Investitionshypothese mit der tatsächlichen Entwicklung und im Bedarfsfall deren Anpassung. Während der *Exit-Phase* steht die Entscheidung über den Veräußerungszeitpunkt und die Desinvestitionsstrategie im Mittelpunkt. Dem Beteiligungscontrolling obliegt in dieser Phase die wichtige Aufgabe der Ergebniskontrolle und damit der Errechnung des

tatsächlichen finanziellen Beteiligungserfolgs. *Phasenübergreifend* ist das Berichtswesen an die Investoren Kernaufgabe, das auf der Ebene aller Investments stattfindet. Die Berichte lehnen sich an den EVCA Reporting Guidelines an, die in der Branche normativen Charakter haben.

In der Untersuchung wurde explizit zwischen den Aufgaben des Beteiligungscontrollings und der Wahrnehmung dieser Aufgabe durch die einzelnen Akteure (Trägerschaft des Controllings) unterschieden. Es wurde deutlich, dass wichtige Aufgaben im Controlling von Portfoliounternehmen vom Investment Team selbst oder vom Investment- bzw. Review Committee übernommen werden. Die Rolle des Beteiligungscontrollers ist in den meisten Gesellschaften auf eine unterstützende Funktion begrenzt. Nur in wenigen Fällen hinterfragt er aktiv die Entscheidungen der Beteiligungsführung oder die Entwicklung einzelner Investments. Hierbei wurden Unterschiede zwischen einer aktiveren Rolle in deutschen und einer sehr eingeschränkten Tätigkeit in angloamerikanisch geprägten Gesellschaften festgestellt.

Beteiligungscontroller in Konzernen können von den Praktiken des Beteiligungscontrollings im Private Equity-Kontext lernen. Mit dem Ziel, das Unternehmen effizienter und wettbewerbsfähiger zu machen, sollte Beteiligungscontrolling als eine den gesamten Beteiligungslebenszyklus (inklusive Exit) umspannende Aufgabe strukturiert werden, bei der sich die Beteiligungsmanager als Sparringspartner und Berater des Managements verstehen. Gleichzeitig müssen die Manager ihren Beteiligungen klare und realistische Ziele vorgeben – d. h. eine auf die Konzernrendite abgestimmte Investitionshypothese formulieren – die neben rein finanziellen und strategischen Werttreibern auch managementorientierte Werttreiber wie z. B. die adäquate Incentivierung des Managements berücksichtigen.

„Die jetzigen Investoren haben sicherlich ein besseres Finanzwissen als unsere früheren Ansprechpartner im Konzern. Darüber hinaus verfügen sie auch über mehr Branchenwissen aus vorherigen Investitionen als dieses im Konzern der Fall war.“
(Manager, PU)

Literatur

- Bach, S./ Brettel, M./ Grothe, M./ Schäffer, U./ Weber, J. (2001): *Grundmodell einer dynamischen Theorie ökonomischer Akteure*, in: Weber, J./Schäffer, U. (Hrsg.): *Rationalitätssicherung der Führung. Beiträge zu einer Theorie des Controlling*. Wiesbaden, S. 46-76.
- Bader, H. (1996): *Private Equity als Anlagekategorie : Theorie, Praxis und Portfoliomanagement für institutionelle Investoren*, Bern [u.a.].
- Binder, C. U. (1994): *Beteiligungsführung in der Konzernunternehmung : betriebswirtschaftliche Elemente und Gestaltungsmöglichkeiten von Mutter-Tochterbeziehungen*, Köln.
- Borchers, S. (2000): *Beteiligungscontrolling in der Management-Holding : ein integratives Konzept*, Wiesbaden.
- Bühner, R. (1993): *Die schlanke Managementholding*, in: Zeitschrift Führung und Organisation, S. 9-19.
- Dieckhaus, O.-T. (1993): *Beteiligungs-Controlling auf der Basis des Beteiligungslebenszyklus*, in: Zeitschrift für Planung, 4. Jg., H. 2, S. 163-190.
- Eisenhardt, K. M. (1989): *Building Theories from Case Study Research*, in: Academy of Management Review, 14. Jg., H. 4, S. 532.
- EVCA (2003): *EVCA Guidelines*. Brussels.
- EVCA (2005): *Yearbook 2005 - Annual Survey 2004*. Brussels.
- Fenn, G. W./ Liang, N./ Prowse, S. (1997): *The Private Equity Market: An Overview*, in: Financial Markets, Institutions & Instruments, 6. Jg., H. 4, S. 1.
- Groh, A. (2004): *Risikoadjustierte Performance von Private Equity-Investitionen*, Wiesbaden.
- Heel, J./ Kehoe, C. (2005): *Why some private equity firms do better than others*, in: McKinsey Quarterly, H. 1, S. 24-26.
- Hoffjan, A./ Eltzel, C. (1998): *Beteiligungscontrolling im M&A-Prozess*, in: Zeitschrift für Planung und Unternehmenssteuerung, 9. Jahrgang. Jg., S. 145-160.
- Horváth, P. (1978): *Controlling : Entwicklung und Stand einer Konzeption zur Lösung der Adaptions- und Koordinationsprobleme der Führung*, in, 48. Jg., H. 3, S. 194-208.
- Horváth, P. (1997): *Internationales Beteiligungscontrolling*, in: Controller Magazin, 22. Jg., S. 9.
- Jensen, M. C. (1989): *Active Investors, LBOs and the Privatization of Bankruptcy* in: Journal of Applied Corporate Finance, 2. Jg., H. 1, S. 35-44.
- Jesch, T. A. (2004): *Private-Equity-Beteiligungen : wirtschaftliche, rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen aus Investorensicht*, Wiesbaden.
- Kleinschnittger, U. (1993): *Beteiligungs-Controlling*, München.
- Kraft, V. (2001): *Private Equity für Turnaround-Investitionen : Erfolgsfaktoren in der Managementpraxis*, Frankfurt/Main.
- Küpper, H.-U./ Weber, J./ Zünd, A. (1990): *Zum Verständnis und Selbstverständnis des Controlling*, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 60. Jg., S. 281-293.
- Lenhard, U. (1996): *Beteiligungscontrolling bei der Energie-Versorgung Schwaben AG*, in: Controlling, 8. Jahrgang. Jg., S. 312-319.

- Matz, C. (2002): *Wettbewerbsentwicklung im deutschen Private-Equity-Markt : Strategieoptionen für Beteiligungskapital-Gesellschaften*, Wiesbaden.
- Neumann, H. (1997): *Beteiligungsmanagement und -controlling : unter besonderer Berücksichtigung kommunaler Unternehmen*, München.
- Peemöller, V. H. (1997): *Controlling : Grundlagen und Einsatzgebiete*, Herne ;Berlin.
- Private Equity Intelligence Ltd. (2007): *The 2007 Global Fundraising Review*. London.
- Schäfer, D. (2006): *Die Wahrheit über die Heuschrecken: wie Finanzinvestoren die Deutschland AG umbauen*, Frankfurt/Main.
- Schäffer, U./ Eckey, M./ Schumacher, T. (2005): *Überblick über das Beteiligungscontrolling*, in: Schäffer, U./Weber, J. (Hrsg.): *Bereichscontrolling*. Stuttgart, S. S. 441-455.
- Scheffler, E. (1992): *Strategieentwicklung und strategisches Controlling für eine Holding*, in: *Die Wirtschaftsprüfung*, 45. Jg., H. 21, S. 641-649.
- Schumacher, T. (2005): *Beteiligungscontrolling in der Management-Holding : Optimierung der Rationalitätssicherung durch Nutzung des Eigenkapitalmarktes*, Wiesbaden.
- Steinle, C./ Lawa, D./ Kolbeck, F. (1994): *Strategieentwicklung und strategisches Controlling - Plädoyer für eine klare Aufgabentrennung und Gestaltungshinweise zum Zusammenwirken*, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 46. Jg., H. 4, S. 376-395.
- Vogel, J. (1998): *Marktwertorientiertes Beteiligungscontrolling : Shareholder-Value als Maß der Konzernsteuerung*, Wiesbaden.
- Weber, J. (1992): *Strategisches Beteiligungscontrolling*, in: *Zeitschrift für Planung*, 3. Jg., H. 2, S. 95-111.
- Weber, J. (1997): *Beteiligungscontrolling - ein zentraler Beitrag erfolgreicher Konzernführung*, in: Roth, A./Behme, W. (Hrsg.): *Organisation und Steuerung dezentraler Unternehmenseinheiten. Konzepte - Instrumente - Erfahrungsberichte*. Wiesbaden, S. 67-93.
- Weber, J. (2004): *Möglichkeiten und Grenzen der Operationalisierung des Konstrukts "Rationalitätssicherung"*, in: Scherm, E./Pietsch, G. (Hrsg.): *Controlling. Theorien und Konzeptionen*. München, S. 467-486.
- Weber, J./ Schäffer, U. (1999): *Sicherstellung der Rationalität der Führung als Aufgabe des Controlling?*, in: *Die Betriebswirtschaft*, 59. Jg., S. 731-747.
- Weber, J./ Schäffer, U. (2006): *Einführung in das Controlling*, Stuttgart.
- Weber, J./ Schäffer, U./ Langenbach, W. (2001): *Gedanken zur Rationalitätssicherung des Controlling*, in: Weber, J./Schäffer, U. (Hrsg.): *Rationalitätssicherung der Führung. Beiträge zu einer Theorie des Controlling*. Wiesbaden, S. 46-76.
- Wurl, H.-J. (2003): *Industrielles Beteiligungscontrolling als strategischer Erfolgsfaktor*, Stuttgart.
- Yin, R. K. (2003): *Case study research : design and methods*, Thousand Oaks, Calif. [u.a.].